

## 欧派家居 (603833.SH) 2022 逆势抢份额、提单值, 2022Q4 盈利能力提升

2023 年 04 月 25 日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

吕明 (分析师)

周嘉乐 (分析师)

lvming@kysec.cn

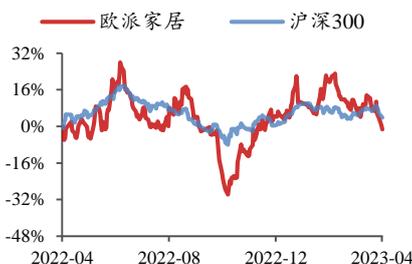
zhoujiale@kysec.cn

证书编号: S0790520030002

证书编号: S0790522030002

日期	2023/4/25
当前股价(元)	114.59
一年最高最低(元)	156.27/81.00
总市值(亿元)	698.03
流通市值(亿元)	698.03
总股本(亿股)	6.09
流通股本(亿股)	6.09
近 3 个月换手率(%)	18.16

### 股价走势图



数据来源: 聚源

### 相关研究报告

《2022Q4 盈利能力同比改善, 看好公司未来量价双升—公司信息更新报告》-2023.1.17

《2022Q3 收入逆势增长, 配套品和整装表现继续靓丽—公司信息更新报告》-2022.10.29

《实控人拟回购彰显信心, 组织架构优化提升效率—公司信息更新报告》-2022.10.22

### ● 2022 逆势抢份额、提单值, 2022Q4 盈利能力提升, 维持“买入”评级

2022 年公司营收 224.80 亿元/+9.97%, 归母净利 26.88 亿元/+0.86%, 扣非归母净利 25.92 亿元/+3.27%, 在疫情反复、地产疲软下公司对外加强拓渠道、抢流量、增单值、扩份额, 对内推进降本增效, 全年收入和利润在高基数下实现稳健增长。2022Q4 公司营收 62.11 亿元/+2.83%, 归母净利 6.98 亿元/+26.41%, 扣非归母净利 6.72 亿元/+35.24%, 四季度业绩增速靓丽预计主要系低基数 (2021Q4 业绩同比-10%)、产品提价落地、原材料成本下行、内部降本增效下带来盈利能力同比改善。业绩符合预期, 微调 2023-2024 年盈利预测, 新增 2025 年盈利预测, 预计 2023-2025 年归母净利润为 32.66/38.77/45.21 亿元 (2023-2024 年原为 33.47/40.09 亿元), 对应 EPS 为 5.36/6.37/7.42 元, 当前股价对应 PE 为 21.4/18.0/15.4 倍, 公司大家居战略稳步推进, 维持“买入”评级。

### ● 收入拆分: 厨柜略下滑, 衣柜及配套品收入继续较快增长

分产品看, 2022 年厨柜/衣柜及配套品/卫浴/木门收入分别为 71.7 亿元/-4.7%、121.4 亿元/+19.3%、10.3 亿元/+4.6%、13.5 亿元/+8.9%, 在地产下行压力和疫情影响下厨柜略下滑, 衣柜及配套品继续较快增长。分渠道看, 2022 年经销渠道收入 175.8 亿元/+12.1%, 工程渠道收入 34.9 亿元/-4.9%。门店方面, 2022 年公司经销门店共有 7615 家/+140, 其中厨柜 (含橱衣融合店) +20、欧派衣柜+9、欧铂丽+65、木门+35、卫浴+11, 各品类门店数净增长, 体现龙头终端经营韧性。

### ● 盈利能力: 四季度费用率同比下降, 毛、净利率同比双升

2022 年毛利率 31.61%/-0.01pct, 略下滑原因包括配套品收入占比提升等, 2022Q4 毛利率 30.49%/+1.50pct, 同比明显改善。2022 年期间费用率 17.31%/+1.12pct, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比+0.69/+0.41/+0.56/-0.54pct。2022Q4 期间费用率 16.77%/-0.47pct, 控费效果得到体现。2022 年净利率 11.96%/-1.08pct, 2022Q4 净利率 11.24%/+2.10pct, 单季度盈利能力同比改善。

### ● 风险提示: 终端需求回暖不及预期; 整装拓展速度放缓; 疫情反复。

### 财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	20,442	22,480	26,391	30,930	35,879
YOY(%)	38.7	10.0	17.4	17.2	16.0
归母净利润(百万元)	2,666	2,688	3,266	3,877	4,521
YOY(%)	29.2	0.9	21.5	18.7	16.6
毛利率(%)	31.6	31.6	31.4	31.3	31.1
净利率(%)	13.0	12.0	12.4	12.5	12.6
ROE(%)	18.5	16.2	16.5	16.8	16.8
EPS(摊薄/元)	4.38	4.41	5.36	6.37	7.42
P/E(倍)	26.2	26.0	21.4	18.0	15.4
P/B(倍)	4.8	4.3	3.6	3.1	2.6

数据来源: 聚源、开源证券研究所

## 目 录

1、 2022Q4 毛、净利率双升，衣柜及配套品增速较快.....	3
1.1、 分品类：厨柜略下滑，衣柜及配套品收入继续较快增长.....	4
1.2、 分渠道：经销逆势稳增长，大宗略下滑.....	5
2、 盈利能力：2022Q4 费用率同比下降，毛、净利率同比双升.....	5
3、 运营情况：现金流有所减少，前瞻指标依然优秀.....	6
4、 开店情况：2022 年公司经销门店净增长 140 家.....	7
5、 盈利预测与投资建议.....	7
6、 风险提示.....	8
附：财务预测摘要.....	9

## 图表目录

图 1： 2022 年公司收入同比+9.97%.....	3
图 2： 2022 年公司归母净利润同比+0.86%.....	3
图 3： 2022 年公司期间费用率同比+1.12pct.....	6
图 4： 2022 年公司净利率同比-1.08pct.....	6
图 5： 2022 年应收账款周转率略有下降.....	7
表 1： 2022Q4 公司实现单季度归母净利润为 6.98 亿元，同比+26.41%.....	3
表 2： 2022 年橱柜产品收入略有下滑，衣柜及配套品收入继续较快增长.....	4
表 3： 2022 年经销逆势稳增长，大宗渠道收入略有下滑.....	5
表 4： 2022 年公司经营性现金流同比有所下滑.....	6
表 5： 2022 年公司各品类都实现门店数净增长.....	7

## 1、2022Q4 毛、净利率双升，衣柜及配套品增速较快

**全年收入逆势稳增。**2022 年公司营收 224.80 亿元/+9.97%，归母净利 26.88 亿元/+0.86%，扣非归母净利 25.92 亿元/+3.27%，在疫情反复、地产疲软下公司对外加强拓渠道、抢流量、增单值、扩份额，外内推进降本增效，全年收入和利润在高基数下实现稳健增长。

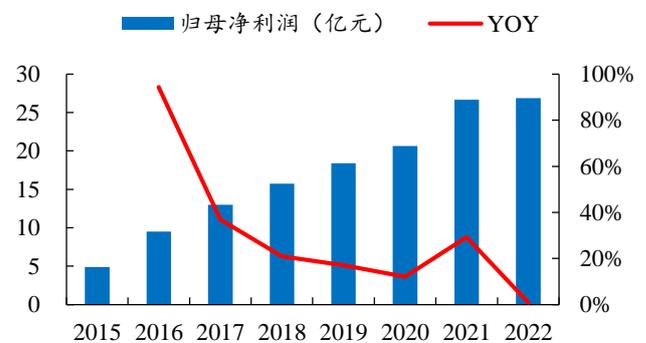
**2022Q4 业绩靓丽。**2022Q4 公司营收 62.11 亿元/+2.83%，归母净利 6.98 亿元/+26.41%，扣非归母净利 6.72 亿元/+35.24%，四季度业绩增速靓丽预计主要系低基数（2021Q4 业绩同比-10%）、产品提价落地、原材料成本下行、内部降本增效下带来盈利能力同比改善。

**2023 年公司经营及内部管理控制目标：收入同比+10-15%，净利润同比+10-15%。**

图1：2022 年公司收入同比+9.97%



图2：2022 年公司归母净利润同比+0.86%



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

表1：2022Q4 公司实现单季度归母净利润为 6.98 亿元，同比+26.41%

	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4
<b>单季营收 (亿元)</b>	<b>62.02</b>	<b>60.40</b>	<b>41.44</b>	<b>55.49</b>	<b>65.75</b>	<b>62.11</b>
YOY	30.12%	20.60%	25.60%	13.23%	6.02%	2.83%
<b>单季归母净利润 (亿元)</b>	<b>11.01</b>	<b>5.52</b>	<b>2.53</b>	<b>7.65</b>	<b>9.72</b>	<b>6.98</b>
YOY	14.57%	-9.84%	3.88%	-0.46%	-11.71%	26.41%
<b>单季扣非归母净利 (亿元)</b>	<b>10.68</b>	<b>4.97</b>	<b>2.34</b>	<b>7.48</b>	<b>9.40</b>	<b>6.72</b>
YOY	13.12%	-9.38%	11.99%	1.45%	-12.05%	35.24%

数据来源：Wind、开源证券研究所

### 1.1、分品类：厨柜略下滑，衣柜及配套品收入继续较快增长

分产品看，2022年厨柜产品收入略有下滑，衣柜及配套品收入继续较快增长，衣柜及配套品收入占比由2021年的49.76%提升至54.00%，预计配套品在总收入中占比继续提升（2021年占比已超过10%）。

**(1) 厨柜：**2022年收入71.73亿元/-4.73%，占比31.9%/-4.92pct，毛利率为34.02%/-0.33pct。2022Q4收入17.23亿元/-19.26%（我们预计主要系四季度疫情高峰对零售端影响明显），占比27.75%/-7.59pct，毛利率为36.01%/-0.64pct。

2022年公司积极推进“厨房+”品牌战略，整装零售同时开拓，零售店面全面升级（新开/新装门店超440家），推动全国超4000家装企全面合作；集成厨房商业模式新开店面超170家，开设商超大家居的城市超100个。同时，公司也发力客餐厅空间解决方案，推出“健康厨房3.0”、“百变西厨”等产品。

**(2) 衣柜及配套品：**2022年收入121.39亿元/+19.34%，占比54.00%/+4.24pct，毛利率为31.78%/-0.41pct。2022Q4收入34.31亿元/+15.53%，占比55.25%/+6.07pct，毛利率31.27%。

2022年公司提出整家定制2.0战略，为用户定制全屋六大空间整体解决方案，为消费者提供更多样化的产品套餐升级系列，提升客单值，在环保方面升级净醛3.0，探索线上线下联动的营销模式，以及开拓新渠道包括拎包/家装/整装/新零售/线上云店等。

**(3) 卫浴：**2022年收入10.35亿元/+4.63%，占比4.60%/-0.23pct，毛利率为26.20%/+0.80pct。2022Q4收入3.12亿元/+5.42%，占比5.03%/+0.12pct，毛利率为20.46%/-8.82pct。

2022年公司推进大家居进程，整合厨卫营销，预计未来在强势品类厨柜的带动下，卫浴规模仍有向上空间，规模效应下毛利率有望继续向上。

**(4) 木门：**2022年收入13.46亿元/+8.85%，占比5.99%/-0.06pct，毛利率为16.38%/+2.56pct。2022Q4收入4.10亿元/+2.64%，占比6.59%/-0.01pct，毛利率为5.20%/-6.02pct。

2022年毛利率提升明显主要源于低毛利率老旧SKU的淘汰，同时与整装家装渠道适配的SKU收入占比的提升，以及木门整体收入较快增长带来一定的规模效应。

**表2：2022年橱柜产品收入略有下滑，衣柜及配套品收入继续较快增长**

单位：亿元	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2022Q4
橱柜收入	53.5	57.7	61.9	60.6	75.3	71.7	17.2
YOY	22.5%	7.7%	7.4%	-2.1%	24.2%	-4.7%	-19.3%
毛利率	36.7%	39.8%	36.6%	36.2%	34.4%	34.0%	36.0%
衣柜及配套收入	33.0	41.5	51.7	57.7	101.7	121.4	34.3
YOY	63.0%	25.8%	24.6%	11.7%	49.5%	19.3%	15.5%
毛利率	34.7%	42.0%	39.9%	40.0%	32.2%	31.8%	31.3%
卫浴收入	3.0	4.5	6.2	7.4	9.9	10.3	3.1
YOY	25.2%	49.5%	37.7%	18.5%	33.7%	4.6%	5.4%
毛利率	19.3%	26.5%	26.2%	26.7%	25.4%	26.2%	20.5%

单位：亿元	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2022Q4
木门收入	3.2	4.8	6.0	7.7	12.4	13.5	4.1
YOY	54.3%	48.0%	25.7%	29.1%	60.4%	8.9%	2.6%
毛利率	15.9%	13.6%	12.4%	14.0%	13.8%	16.4%	5.2%

数据来源：公司公告、开源证券研究所（注：2021Q4 开始配套品计入衣柜收入，2021 年之前只包含衣柜收入。）

## 1.2、分渠道：经销逆势稳增长，大宗略下滑

(1) 经销：2022 年收入 175.82 亿元/+12.13%，占比 78.21%/+1.51pct，毛利率 30.72%/+0.41pct。2022Q4 收入 46.35 亿元/+1.20%，占比 74.62%/-1.20pct，毛利率为 28.04%/+1.81pct。四季度收入增速放缓主要系疫情高峰影响。

(2) 大宗：2022 年收入 34.95 亿元/-4.85%，占比 15.55%/-2.42pct，毛利率为 27.87%/-2.92pct。2022Q4 收入 10.63 亿元/+2.35%，占比 17.11%/-0.08pct，毛利率为 28.05%/-3.71pct。四季度收入正增长预计主要系保交付的支撑。

2022 年公司发挥多品类研发及大家居配套优势，配合优质战略客户做好从产品到内容的升级，积极推进全案精装加载业务；充分发挥大规模非标制造优势，从传统精装住宅延伸到各类公建项目如学校，医院、工业园区等；持续深耕各地人才安居房、保障房、老旧小区改造等新型大宗项目。

(3) 直营：2022 年收入 7.06 亿元/+20.12%，占比 3.14%/+0.27pct，毛利率为 55.45%/-8.67pct。2022Q4 收入 2.44 亿元/+10.52%，占比 3.93%/+0.27pct，毛利率 53.49%/-8.71pct。

表3：2022 年经销逆势稳增长，大宗渠道收入略有下滑

单位：亿元	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2022Q4
经销收入	60.0	80.4	92.5	105.6	111.8	156.8	175.8	46.3
YOY		34.0%	15.1%	14.1%	6.0%	40.2%	12.1%	1.2%
毛利率		31.9%	35.7%	35.0%	34.1%	30.3%	30.7%	28.0%
大宗收入	5.7	9.6	14.2	21.6	26.8	36.7	34.95	10.6
YOY		68.5%	47.1%	52.5%	24.0%	36.9%	-4.9%	2.4%
毛利率		48.0%	49.5%	34.6%	32.7%	30.8%	27.9%	28.1%
直营收入		2.6	3.0	3.5	4.0	5.9	7.1	2.4
YOY			17.3%	14.9%	14.7%	47.3%	20.1%	10.5%
毛利率		59.1%	60.5%	67.1%	66.4%	64.1%	55.5%	53.5%

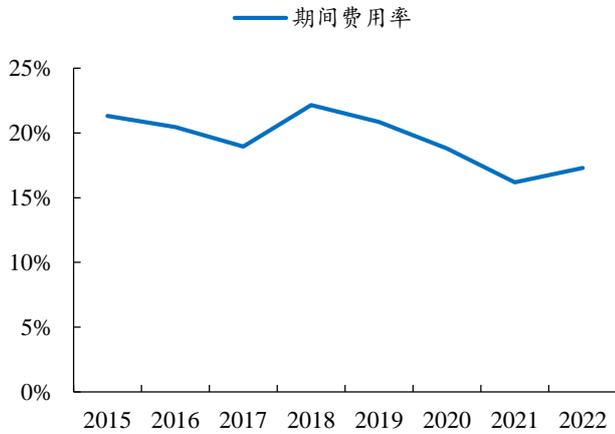
数据来源：公司公告、开源证券研究所

## 2、盈利能力：2022Q4 费用率同比下降，毛、净利率同比双升

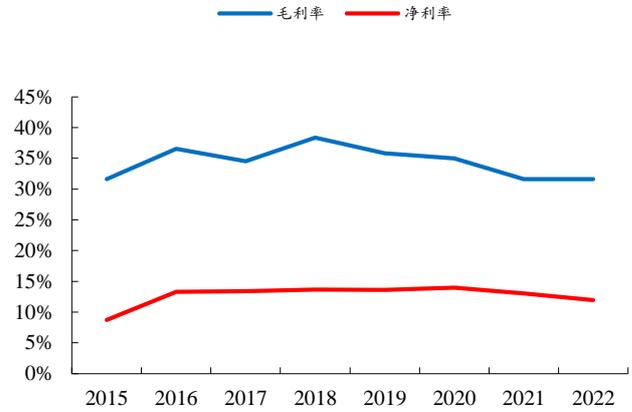
2022 年毛利率 31.61%/-0.01pct，毛利率略下滑预计主要系（1）毛利率较低的配套品收入占比提升；（2）大宗行业竞争加剧导致毛利受损。2022Q4 毛利率 30.49%/+1.50pct，同比改善。

2022 年期间费用率 17.31%/+1.12pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比 +0.69/+0.41/+0.56/-0.54pct。2022Q4 期间费用率 16.77%/-0.47pct。

2022 年净利率 11.96%/-1.08pct，扣非净利率 11.53%/-0.75pct。2022Q4 净利率 11.24%/+2.10pct，扣非净利率 10.82%/+2.59pct，四季度盈利能力提升明显。

**图3：2022 年公司期间费用率同比+1.12pct**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图4：2022 年公司净利率同比-1.08pct**


数据来源：Wind、开源证券研究所

### 3、运营情况：现金流有所减少，前瞻指标依然优秀

#### (1) 现金流：经营性现金流同比-40.4%

2022 年公司经营性现金流净流入 24.1 亿元，同比-40.4%，主要由于购买商品、接受劳务支付的现金增加所致。其中，销售商品、提供劳务收到的现金达 244.9 亿元，同比+0.2%。

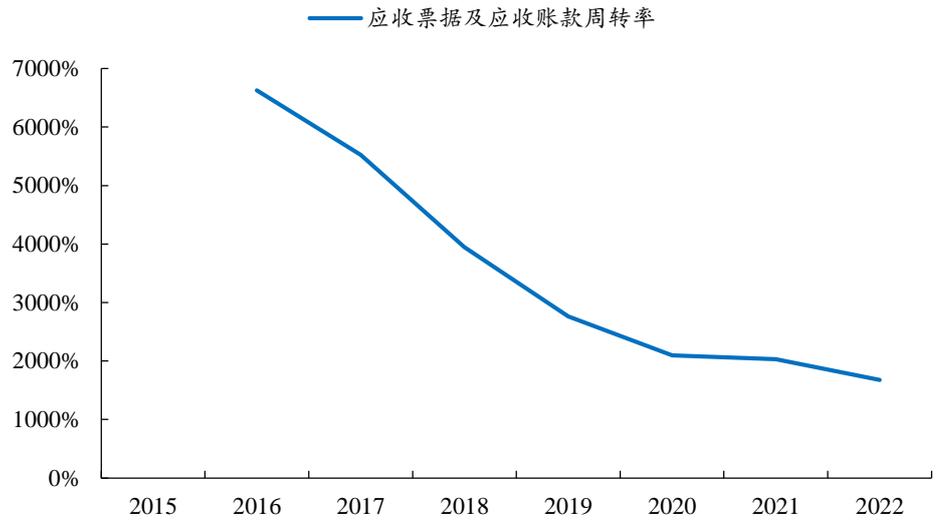
**表4：2022 年公司经营性现金流同比有所下滑**

	2021	2022	同比
经营性现金流净额（单位：亿元）	40.5	24.1	-40.4%
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	244.5	244.9	0.2%
经营活动现金流入小计（单位：亿元）	249.6	250.0	0.2%
经营活动现金流出小计（单位：亿元）	209.1	225.9	8.0%

数据来源：Wind、开源证券研究所

#### (2) 应收账款：周转率受疫情和大宗业务影响同比下滑

2022 年公司应收票据及应收账款周转率同比-3.55 次，预计主要系地产景气度下行下，大宗业务回款周期增加，同时疫情较严重时公司为帮扶经销商，回款周期有所延长。

**图5：2022年应收账款周转率略有下降**


数据来源：Wind、开源证券研究所

(3) **业绩前瞻指标**：2022年末预收账款 3.64 亿元，合同负债 7.82 亿元，合计 11.47 亿元。

#### 4、开店情况：2022年公司经销门店净增长 140 家

除整装大家居外，2022年末公司经销门店数达 7615 家，净增长 140 家。

分品类看，2022年全年橱柜（含橱衣融合店）、欧派衣柜、欧铂丽、卫浴、木门经销门店数量分别变化+20、+9、+65、+11、+35 家，各品类均实现门店数净增长，龙头终端经营韧性体现。

**表5：2022年公司各品类都实现门店数净增长**

经销门店数量（家）	2018 末	2019 末	2020 末	2021 末	2022 末
欧派橱柜（含橱衣综合）	2,276	2,334	2,407	2,459	2,479
欧派衣柜	2,113	2,144	2,124	2,201	2,210
欧铂丽家居定制	935	988	928	989	1,054
卫浴	559	611	588	805	816
木门	825	985	1,065	1,021	1,056

数据来源：公司公告、开源证券研究所

#### 5、盈利预测与投资建议

2022 年公司营收 224.80 亿元/+9.97%，归母净利 26.88 亿元/+0.86%，扣非归母净利 25.92 亿元/+3.27%，在疫情反复、地产疲软下公司对外加强拓渠道、抢流量、增单值、扩份额，对内推进降本增效，全年收入和利润在高基数下实现稳健增长。2022Q4 公司营收 62.11 亿元/+2.83%，归母净利 6.98 亿元/+26.41%，扣非归母净利 6.72 亿元/+35.24%，四季度业绩增速靓丽预计主要系低基数(2021Q4 业绩同比-10%)、

产品提价落地、原材料成本下行、内部降本增效下带来盈利能力同比改善。业绩符合预期，微调 2023-2024 年盈利预测，新增 2025 年盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润为 32.66/38.77/45.21 亿元（2023-2024 年原为 33.47/40.09 亿元），对应 EPS 为 5.36/6.37/7.42 元，当前股价对应 PE 为 21.4/18.0/15.4 倍，公司大家居战略稳步推进，维持“买入”评级。

## 6、风险提示

终端需求回暖不及预期；整装拓展速度放缓；疫情反复。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	11243	13381	14260	15780	19137
现金	6562	8270	10021	11439	14123
应收票据及应收账款	1218	1467	0	0	0
其他应收款	96	197	147	256	211
预付账款	148	107	193	159	249
存货	1463	1414	1975	2001	2629
其他流动资产	1756	1925	1925	1925	1925
<b>非流动资产</b>	12150	15230	16318	17552	18731
长期投资	16	11	2	-6	-15
固定资产	6648	6689	7834	9101	10346
无形资产	1064	1061	1019	967	908
其他非流动资产	4422	7470	7462	7490	7492
<b>资产总计</b>	23393	28611	30578	33332	37868
<b>流动负债</b>	8285	9675	8631	8377	9297
短期借款	2389	4585	4585	4585	4585
应付票据及应付账款	2158	1979	0	0	0
其他流动负债	3737	3111	4047	3792	4712
<b>非流动负债</b>	699	2422	2169	1919	1622
长期借款	0	1607	1353	1103	807
其他非流动负债	699	816	816	816	816
<b>负债合计</b>	8984	12097	10800	10296	10919
少数股东权益	0	6	3	0	-5
股本	609	609	609	609	609
资本公积	4361	4360	4360	4360	4360
留存收益	9379	11003	13452	16358	19858
<b>归属母公司股东权益</b>	14409	16508	19774	23036	26954
<b>负债和股东权益</b>	23393	28611	30578	33332	37868

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	4046	2410	3740	4316	5664
净利润	2664	2683	3264	3874	4516
折旧摊销	696	752	679	764	915
财务费用	-115	-247	102	95	34
投资损失	-21	-23	-26	-27	-24
营运资金变动	508	-1370	-208	-294	345
其他经营现金流	314	617	-70	-96	-122
<b>投资活动现金流</b>	-2065	-7146	-1729	-1960	-2062
资本支出	1235	2257	1774	2007	2103
长期投资	-916	-4890	8	8	9
其他投资现金流	86	1	36	38	32
<b>筹资活动现金流</b>	-187	2985	-259	-938	-918
短期借款	763	2196	0	0	0
长期借款	-495	1607	-253	-250	-297
普通股增加	8	0	0	0	0
资本公积增加	618	-1	0	0	0
其他筹资现金流	-1080	-816	-5	-688	-621
<b>现金净增加额</b>	1783	-1711	1752	1417	2684

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	20442	22480	26391	30930	35879
营业成本	13978	15374	18107	21243	24739
营业税金及附加	143	168	188	225	259
营业费用	1386	1679	1742	1930	2189
管理费用	1131	1336	1399	1650	1914
研发费用	908	1123	1182	1376	1579
财务费用	-115	-247	102	95	34
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	91	120	110	102	106
公允价值变动收益	52	-34	11	13	11
投资净收益	21	23	26	27	24
资产处置收益	-7	-0	-1	-2	-3
<b>营业利润</b>	3060	3056	3757	4466	5190
营业外收入	32	27	28	28	29
营业外支出	17	15	17	17	17
<b>利润总额</b>	3075	3068	3769	4476	5202
所得税	411	385	505	602	686
<b>净利润</b>	2664	2683	3264	3874	4516
少数股东损益	-1	-6	-2	-3	-5
<b>归属母公司净利润</b>	2666	2688	3266	3877	4521
EBITDA	3718	3955	4536	5273	6080
EPS(元)	4.38	4.41	5.36	6.37	7.42

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	38.7	10.0	17.4	17.2	16.0
营业利润(%)	27.1	-0.1	22.9	18.9	16.2
归属于母公司净利润(%)	29.2	0.9	21.5	18.7	16.6
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	31.6	31.6	31.4	31.3	31.1
净利率(%)	13.0	12.0	12.4	12.5	12.6
ROE(%)	18.5	16.2	16.5	16.8	16.8
ROIC(%)	46.2	30.5	31.7	32.1	34.2
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	38.4	42.3	35.3	30.9	28.8
净负债比率(%)	-24.8	-7.6	-16.0	-20.9	-28.9
流动比率	1.4	1.4	1.7	1.9	2.1
速动比率	1.2	1.1	1.3	1.5	1.6
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.0	0.9	0.9	1.0	1.0
应收账款周转率	25.3	19.0	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	8.8	7.8	19.0	0.0	0.0
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	4.38	4.41	5.36	6.37	7.42
每股经营现金流(最新摊薄)	6.64	3.96	6.14	7.08	9.30
每股净资产(最新摊薄)	23.65	26.40	31.76	37.12	43.55
<b>估值比率</b>					
P/E	26.2	26.0	21.4	18.0	15.4
P/B	4.8	4.3	3.6	3.1	2.6
EV/EBITDA	17.4	17.1	14.5	12.2	10.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

### 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

### 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn